

# Deutsche EuroShop

Halten Kursziel: 27,00 €

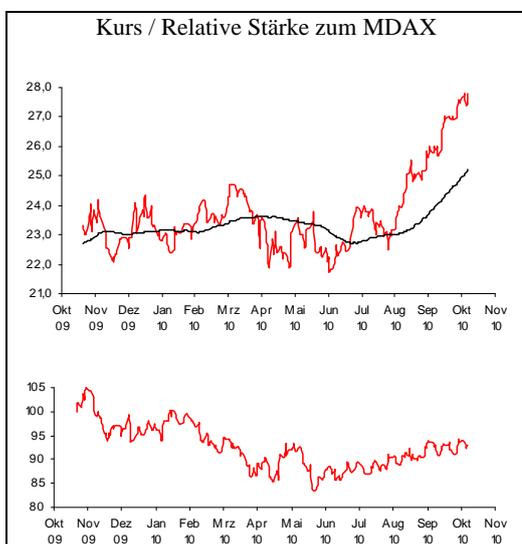
## Immobilien

### Bullet Points

 Bloomberg Code: DEQ  
 ISIN: DE0007480204

 Kurs am 05.11.2010: 27,79 €  
 Höchst/Tiefstkurs 12 Mon.: 27,79/21,72 €

| Kapitalgrößen        |               | Besitzverhältnisse |           | Termine      |            |
|----------------------|---------------|--------------------|-----------|--------------|------------|
| Marktkapitalisierung | 1.275,2 Mio € | Streubesitz        | St. 82,0% | 29.04.2011 : | BPK 2010   |
| Anzahl Aktien        | 45,9 Mio      | Familie Otto       | St. 18,0% | 13.05.2011 : | Q1-Bericht |
| Gez. Kapital         | 45,9 Mio €    |                    |           | 16.06.2011 : | HV         |
|                      |               |                    |           | 11.08.2011 : | Q2-Bericht |
|                      |               |                    |           | 10.11.2011 : | Q3-Bericht |



Quelle : FactSet Warburg Research

| in €      | 12/2009 | 12/2010e | 12/2011e | 12/2012e |
|-----------|---------|----------|----------|----------|
| EPS (neu) | 0,93    | 1,17     | 1,28     | 1,38     |
| EPS (alt) | 0,93    | 1,20     | 1,32     | 1,45     |
| CFPS      | 1,49    | 1,41     | 1,53     | 1,64     |
| Dividende | 1,05    | 1,10     | 1,10     | 1,10     |

| in Mio €         | 12/2009 | 12/2010e | 12/2011e | 12/2012e |
|------------------|---------|----------|----------|----------|
| Umsatz           | 127,6   | 144,2    | 163,4    | 167,1    |
| EBITDA           | 110,7   | 122,5    | 139,8    | 145,3    |
| EBIT             | 110,7   | 122,5    | 139,8    | 145,3    |
| Jahresüberschuss | 34,4    | 52,3     | 66,1     | 71,2     |
| Cash flow        | 55,0    | 63,4     | 78,7     | 84,8     |
| ROCE (EBIT/CE)   | 5,5%    | 5,1%     | 5,5%     | 5,5%     |

|              | 12/2009 | 12/2010e | 12/2011e | 12/2012e |
|--------------|---------|----------|----------|----------|
| KGV          | 23,2    | 23,8     | 21,7     | 20,1     |
| KCFV         | 14,4    | 19,7     | 18,2     | 16,9     |
| Div. rendite | 4,9%    | 4,0%     | 4,0%     | 4,0%     |
| EV/Umsatz    | 15,64   | 18,54    | 18,15    | 18,16    |
| EV/EBITDA    | 18,0    | 21,8     | 21,2     | 20,9     |

## Kapitalerhöhung zur Finanzierung des Portfoliowachstum

- Bezugsrechtsemission mit geschätzten Bruttoerlösen von €132 Mio.:** Die Erlöse aus der Kapitalerhöhung werden für die bereits vollzogene Akquisition des Billstedt Centers und zusätzlich für mögliche weitere Akquisitionen verwendet, die bisher noch nicht näher spezifiziert wurden. DEQ hat verschiedene Investitionsmöglichkeiten auf dem Tisch und befindet sich bereits in Gesprächen mit Verkäufern. Die Billstedt-Transaktion mit einem Investitionsvolumen von €160 Mio. wird ca. €80 Mio. Eigenkapital aufzehren. Die restliche Kriegskasse beläuft sich auf €400 Mio., die zu €52 Mio. aus Eigenkapital, einer Kreditlinie von ~ €150 Mio. und einem möglichen langfristigen Finanzierungsvolumen von 50% des investierten Volumens bestehen.
- Details der Kapitalerhöhung:** 12,5% neue Aktien werden mit einem Bezugsrechtsverhältnis von 8 zu 1 und einem Bezugspreis von €23 pro Aktie herausgegeben. Die Bezugsfrist beginnt am 8. November und endet am 22. November. Ein Handel der Bezugsrechte ist nicht möglich. Die neuen Aktien sind für das Geschäftsjahr 2010 voll dividendenberechtigt. Die KG Kura Vermögensverwaltung (die von der Otto Familie kontrolliert wird) ist zum Kauf von 20% der neuen Aktien verpflichtet. Alle bestehenden Aktionäre, die über ihre Bezugsrechte mehr neue Aktien als möglich kaufen wollen, müssen für den Überbezug ein bindendes Angebot abgeben.
- Q3-Zahlen völlig im Rahmen unserer Schätzungen:** Der Umsatz von €36,2 Mio., das EBIT von €30,7 Mio. und das EBT von €15,7 Mio. (vor Bewertung) lagen voll im Rahmen unserer Schätzungen. Das negative Bewertungsergebnis von €0,7 Mio. ist bedingt durch die Aufstockung der Anteil an den Einkaufszentren in Dresden, Kassel und Wuppertal und enthält die Bewertungsdifferenzen unter IFRS 3. Die Erhöhung der Guidance für 2010 kommt nicht überraschend und wurde bereits in unseren Schätzungen antizipiert.
- NAV je Aktie leicht auf €24,9 gesunken (9M: €25,16):** Wir haben unsere Schätzungen für 2010 angepasst. Für die Jahre 2011 und 2012 haben wir nun die Akquisition des Billstedt Centers (WR: Mieteinnahmen von €11 Mio., EBT von €8-9 Mio.) in unserer EPS-Berechnung berücksichtigt. Nach der Kapitalerhöhung würde der NAV bei ~ €24,90 liegen, sodass DEQ derzeit mit einem Aufschlag von ca. 10% zum NAV gehandelt wird. Unseres Erachtens wird der gute operative Wachstumstrend bereits in der Bewertung von DEQ reflektiert. Aus diesem Grund bestätigen wir unsere Halten-Empfehlung. Wir sind der Ansicht, dass die Aktie mit diesem Aufschlag fair bewertet ist und lassen unser Kursziel unverändert (€27).

 ANDREAS PLAESIER  
 Senior Analyst

 Tel.:+ 49 40 309537 - 246  
 aplaesier@warburg-research.com

|   | 12/2007             | 12/2008  | 12/2009  | 12/2010e | 12/2011e                               | 12/2012e |
|---|---------------------|----------|----------|----------|--|----------|
| <b>Gewinn- und Verlustrechnung (in Mio €)</b> |                     |          |          |          |  |          |
| Umsatz  | 95,8                | 115,3    | 127,6    | 144,2    | 163,4                                  | 167,1    |
| Herstellungskosten                            | -9,4                | -6,0     | -5,8     | -8,1     | -9,8                                   | -9,9     |
| Rohertrag                                     | 86,4                | 109,4    | 121,7    | 136,1    | 153,6                                  | 157,3    |
| Vertriebs- und Verwaltungskosten              | -6,1                | -7,2     | -7,2     | -8,6     | -9,8                                   | -8,3     |
| F&E-Kosten                                    | ---                 | ---      | ---      | ---      | ---                                    | ---      |
| Sonst. betriebl. Ergebnis                     | -3,2                | -4,1     | -3,8     | -5,0     | -4,0                                   | -3,6     |
| EBITDA  | 77,2                | 98,1     | 110,7    | 122,5    | 139,8                                  | 145,3    |
| Goodwillabschreibungen                        | 0,0                 | 0,0      | 0,0      | 0,0      | 0,0                                    | 0,0      |
| Abschreibungen auf Sachanlagen                | 0,0                 | 0,0      | 0,0      | 0,0      | 0,0                                    | 0,0      |
| EBIT  | 77,2                | 98,1     | 110,7    | 122,5    | 139,8                                  | 145,3    |
| Operatives Ergebnis (Unternehmensdefinition)  | 27,1                | 50,0     | 51,6     | 51,6     | 51,7                                   | ---      |
| Finanzergebnis                                | -50,1               | -48,2    | -55,9    | -59,1    | -61,1                                  | -60,5    |
| Ergebnis vor Steuern                          | 77,8                | 87,0     | 40,1     | 62,8     | 78,7                                   | 84,8     |
| EE-Steuern                                    | 16,3                | -18,1    | -5,7     | -10,4    | -12,6                                  | -13,6    |
| (Steuerquote in %)                            | -21,0               | 20,8     | 14,3     | 16,6     | 16,0                                   | 16,0     |
| Jahresüberschuss                              | 94,2                | 68,9     | 34,4     | 52,3     | 66,1                                   | 71,2     |
| Jahresüberschuss nach Minderheiten            | 94,2                | 68,9     | 34,4     | 52,3     | 66,1                                   | 71,2     |
| Ergebnis je Aktie (St.)                       | 2,74                | 1,96     | 0,93     | 1,17     | 1,28                                   | 1,38     |
| <b>Wachstum (in%)</b>                         | <b>CAGR (07/12)</b> |          |          |          |  |          |
| Umsatz  | 11,8 %              | 3,1      | 20,4     | 10,6     | 13,1                                   | 13,3     |
| EBITDA  | 13,5 %              | -10,6    | 27,1     | 12,8     | 10,7                                   | 14,1     |
| EBIT  | 13,5 %              | -10,6    | 27,1     | 12,8     | 10,7                                   | 14,1     |
| Jahresüberschuss                              | ---                 | -6,1     | -26,9    | -50,1    | 52,3                                   | 26,4     |
| <b>Kostenintensitäten (in % vom Umsatz)</b>   |                     |          |          |          |  |          |
| Herstellungskostenquote                       | 9,8                 | 5,2      | 4,6      | 5,6      | 6,0                                    | 5,9      |
| Vertriebs- & Verwaltungskostenquote           | 6,4                 | 6,2      | 5,6      | 5,9      | 6,0                                    | 5,0      |
| Entwicklungskostenquote                       | ---                 | ---      | ---      | ---      | ---                                    | ---      |
| <b>Cash flow (in Mio €)</b>                   |                     |          |          |          |  |          |
| Brutto Cash flow                              | 27,1                | 49,9     | 55,0     | 63,4     | 78,7                                   | 84,8     |
| Operativer Cash flow                          | 27,1                | 49,9     | 55,0     | 63,4     | 78,7                                   | 84,8     |
| Investiver Cash flow                          | -70,5               | -100,0   | -75,0    | -75,0    | -75,0                                  | -75,0    |
| Free Cash flow                                | -43,4               | -50,1    | -20,0    | -11,6    | 3,7                                    | 9,8      |
| Cash earnings                                 | 27,1                | 49,9     | 55,0     | 63,4     | 78,7                                   | 84,8     |
| <b>Produktivität (in Tsd €)</b>               |                     |          |          |          |  |          |
| Umsatz / Mitarbeiter                          | 19.152,4            | 23.068,6 | 25.512,6 | 28.846,2 | 32.678,4                               | 33.428,1 |
| Personalaufwand / Mitarbeiter                 | ---                 | ---      | ---      | ---      | ---                                    | ---      |
| EBIT / Mitarbeiter                            | 15.434,2            | 19.621,0 | 22.141,4 | 24.509,2 | 27.966,6                               | 29.064,8 |
| <b>Rentabilität (in %)</b>                    |                     |          |          |          |  |          |
| EBITDA / Umsatz                               | 80,6                | 85,1     | 86,8     | 85,0     | 85,6                                   | 86,9     |
| EBIT / Umsatz                                 | 80,6                | 85,1     | 86,8     | 85,0     | 85,6                                   | 86,9     |
| Ergebnis v. Steuern / Umsatz                  | 81,3                | 75,4     | 31,4     | 43,5     | 48,2                                   | 50,7     |
| Jahresüberschuss / Umsatz                     | 98,3                | 59,7     | 26,9     | 36,3     | 40,5                                   | 42,6     |
| EK-Rendite                                    | 10,9                | 8,0      | 3,7      | 5,0      | 6,3                                    | 6,7      |
| GK-Rendite                                    | 4,8                 | 3,4      | 1,6      | 2,1      | 2,6                                    | 2,7      |
| ROCE  | 4,2                 | 5,0      | 5,5      | 5,1      | 5,5                                    | 5,5      |
| <b>Bilanz (in Mio €)</b>                      |                     |          |          |          |  |          |
| Sachanlagen                                   | 1.658,2             | 1.897,8  | 1.991,0  | 2.355,3  | 2.497,5                                | 2.572,5  |
| Firmenwert                                    | 0,0                 | 0,0      | 0,0      | 0,0      | 0,0                                    | 0,0      |
| Working capital                               | 19,5                | 8,2      | 9,0      | 14,9     | 15,3                                   | 15,8     |
| Umlaufvermögen                                | 137,2               | 52,9     | 92,0     | 85,9     | 37,1                                   | 34,5     |
| Capital employed (CE)                         | 1.855,0             | 1.960,4  | 2.027,6  | 2.395,0  | 2.563,2                                | 2.639,3  |
| Eigenkapital                                  | 860,8               | 860,5    | 921,3    | 1.048,5  | 1.057,8                                | 1.057,8  |
| Eigenkapitalquote in %                        | 43,6                | 42,9     | 43,6     | 42,5     | 40,9                                   | 39,7     |
| Nettofinanzschulden (+), -liquidität (-)      | 871,0               | 891,3    | 926,7    | 1.145,2  | 1.248,7                                | 1.318,3  |
| Nettogesamverschuldung (+), -liquidität (-)   | 871,0               | 891,3    | 926,7    | 1.145,2  | 1.248,7                                | 1.318,3  |
| Gearing in %                                  | 101,2               | 103,6    | 100,6    | 109,2    | 118,0                                  | 124,6    |
|   |                     |          |          |          | <b>Kurs St. am 05.11.2010: 27,79 €</b> |          |
| <b>Bewertung</b>                              |                     |          |          |          |  |          |
| Gewinn je Aktie St. (€)                       | 2,74                | 1,96     | 0,93     | 1,17     | 1,28                                   | 1,38     |
| Cash Flow je Aktie (€)                        | 0,79                | 1,42     | 1,49     | 1,41     | 1,53                                   | 1,64     |
| Aktienanzahl St. (Mio)                        | 34,4                | 35,1     | 36,8     | 44,9     | 51,6                                   | 51,6     |
| KGV St.                                       | 9,6                 | 11,8     | 23,2     | 23,8     | 21,7                                   | 20,1     |
| KCFV  | 33,5                | 16,2     | 14,4     | 19,7     | 18,2                                   | 16,9     |
| EV / Umsatz                                   | 21,38               | 17,06    | 15,64    | 18,54    | 18,15                                  | 18,16    |
| EV / EBITDA                                   | 26,5                | 20,1     | 18,0     | 21,8     | 21,2                                   | 20,9     |
| EV / EBIT                                     | 26,5                | 20,1     | 18,0     | 21,8     | 21,2                                   | 20,9     |

**Rechtshinweis:** Den Rechtshinweis sowie aktualisierte Veröffentlichungen gemäß §34b WpHG und FinAnV bezüglich des/der hier analysierten Wertpapiers/-papiere finden Sie auf unseren Internetseiten unter: <http://www.mmwarburg.com/research/disclaimer/disclaimer.htm>  
Der Rechtshinweis und die Veröffentlichungen sind Bestandteil dieser Analyse und sollten bei Entscheidungen, die auf dieser Analyse beruhen, berücksichtigt werden.

**Urheberrechte:** Das Werk einschließlich aller Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwendung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung unzulässig und strafbar. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des gesamten Inhalts oder von Teilen.